



Munich Personal RePEc Archive

The modern models of financial crisis

Bohdan Petrushchak

Ivan Franko National University, Faculty of Economics

2010

Online at <https://mpa.ub.uni-muenchen.de/30020/>

MPRA Paper No. 30020, posted 2. April 2011 14:49 UTC

СУЧАСНІ МОДЕЛІ ФІНАНСОВИХ КРИЗ

Богдан ПЕТРУЩАК

Проаналізовано теоретичні аспекти трьох генерацій моделей фінансових криз. На основі ретроспективного аналізу моделей виникнення, розвитку і перебігу фінансових криз визначено основні фактори ризику, наявність яких сприяє поглибленню економічних дисбалансів, а відтак і зародженню фінансової кризи

Ключові слова: фінансова криза, моделі фінансових криз, очікування, що самореалізуються, екзогенний шок, “ефект фінансового інфікування”, “стадний інстинкт”, “ефект доміно”, асиметрична інформація, несприятливий вибір, моральний ризик.

Зростання глобальних геоекономічних дисбалансів наприкінці 1960-х років призвело до послаблення позицій режиму золотовалютного стандарту, а згодом і до краху Бреттон-Вудської системи фіксованих курсів, який ознаменував початок нового етапу розвитку світової фінансової архітектури – етапу зростання фінансової нестабільності, що супроводжувався процесами лібералізації зовнішньоторговельних режимів, фінансової глобалізації та подальшої інтеграції національних фінансових систем в єдиний світовий фінансовий простір. Однак недосконалість інституційної структури Ямайської валютної системи виявилася практично відразу у формі фінансових криз, яких майже не було після Великої депресії 1930–1933 років. Згідно з підрахунками фахівців Світового банку, від 1975 року у світі відбулося 166 фінансових криз, різного характеру, масштабу і походження [17], а згідно з нещодавніми оцінками економістів цієї ж установи, від 1979 року у світі відбулося 124 системні банківські кризи, 208 валютних криз та спостерігалось 63 випадки суверенного дефолту [25, 5–6].

Вивчення різноманітних аспектів виникнення і перебігу фінансових криз, а також аналіз наслідків застосування можливих антикризових заходів займають чільне місце в фундаментальних дослідженнях як провідних західних вчених, зокрема Д. Даймонда, П. Дибвіга, Р. Дорнбуша, Б. Ейхенгріна, Г. Камінські, П. Кругмана, Х. Мінські, Ф. Мішкіна, М. Обстфельда, так і в наукових працях вітчизняних дослідників – О. Барановського, О. Білоруса, А. Гальчинського, З. Луцишина, А. Філіпенка та інших. Зростання зацікавлення тематикою теоретичного обґрунтування феномену фінансової кризи тісно пов'язане із кон'юнктурою світових і локальних фінансових ринків, однак, як зазначав відомий російський економіст С. Моисеев ще у 2001 р., міжнародна спільнота активізує свою зацікавленість у цьому напрямку лише *ex post*, тобто тоді, коли поглиблення кризової ситуації або неможливість її уникнення стають очевидними [11, 17]. Виникнення кризи свідчить про недосконалість економічної системи, а її подолання має базуватися на аналізі причин кризи і їх усуненні, що є важливим кроком на шляху прогресу та запобігання фінансовим кризам у майбутньому. Тому мета статті – проаналізувати теоретичні моделі виникнення фінансових криз у межах трьох поколінь моделей фінансових криз, виявити загальні тенденції і основні проблеми моделювання фінансових криз та висвітлити важливість інформації як економічного чинника, який впливає на формування раціональних очікувань інвесторів, а відтак виступає детермінантою їх економічної поведінки.

Актуальність обраної тематики можна підкреслити влучним висловлюванням Б. Ейхенґріна, який зауважує, що “в країнах без фінансової системи не може бути фінансової кризи”. Звідси випливає, що найбільших втрат від фінансової нестабільності зазнають високо розвинені країни і країни, що розвиваються, оскільки фінансові системи бідніших країн перебувають тільки на етапі зародження і відчувають лише непрямі впливи фінансових потрясінь, які виявляються, здебільшого, у зменшенні обсягів гуманітарної допомоги з боку розвинених країн [20, 1].

Перед початком аналізу моделей фінансових криз слід встановити теоретичні межі поняття “фінансова криза”. Необхідність такого кроку зумовлена тим, що окремі підходи до визначення фінансової кризи обмежуються її розумінням лише як валютної кризи, кризи неплатоспроможності чи кризи окремих сегментів фінансового сектору. Однак, погоджуємося з тим, що суть фінансової кризи полягає в “глибокому розладі фінансової системи держави, який виявляється в незбалансованості державного та місцевого бюджетів, зростанні боргів як місцевих, так і центральних органів управління, порушенні структури видатків державного бюджету, нестабільності та падінні курсу національної валюти, у взаємних неплатежах суб’єктів господарювання” [5, 466]. Таким чином, фінансова криза – це системна криза фінансового сектору держави, яка проявляється у формі криз окремих її сегментів або їх комбінацій¹.

Згідно з однією із класифікацій моделей фінансових криз розрізняють моделі фінансових криз першого та другого покоління (*first- and second-generation crisis models*). Моделі перших двох поколінь, а також теорії спекулятивних бульбашок та теоретичні конструкції, що враховують аспекти асиметричності інформації і банківської паніки, об’єднують в групу класичних моделей. Також виділяють моделі фінансових криз третього покоління (*third-generation crisis models*) [28, 2].

Моделі фінансових криз першого покоління

Моделі фінансових криз першого покоління охоплюють абстрактні моделі фінансових криз, які намагаються пояснити валютні кризи, що виникають внаслідок краху режиму валютного курсу заснованого на прив’язці місцевої валюти до іншої валюти чи їх кошика. Теоретичну основу їх становлять канонічні моделі П. Кругмана (1979) та Флуда/Гарбера (1984).

У праці “Криза балансу рахунків” П. Кругман розвиває модель, суть якої полягає в тому, що уряд, у розпорядженні якого знаходиться певний обсяг валютних резервів, намагається підтримати фіксований курс національної валюти, прив’язаної до іншої валюти, більш впливової у міжнародних розрахунках. Постійне перевищення витратної частини держбюджету над дохідною фінансується шляхом монетизації бюджетного дефіциту, що відповідно веде до збільшення грошової маси в обігу. Підтримання курсового паритету на певному рівні зменшує обсяг золотовалютних резервів, а відтак поступово призводить до зменшення можливостей підтримки валютного курсу на бажаному рівні, а це, своєю чергою, дає поштовх до спекулятивної атаки на національну валюту. Наслідком такого розвитку подій стає вимушене відпускання валютного курсу у вільне (чи кероване) плавання, що супроводжується досить значною девальвацією національної валюти [23, 311–312]. Подальший розвиток моделей Кругмана знайшла

¹ Фахівці Світового банку розрізняють “*подвійну кризу*” (twin crisis), тобто одночасний розвиток банківської і валютної криз, а також “*потрійну кризу*” (triple crisis) – комбінацію банківської, валютної кризи та кризи заборгованості. Від початку 1970-х років відбулося 42 подвійних кризи та 10 криз, які можна трактувати як потрійні. Детальніше див.: [25, 6–56].

в моделі Флуда/Гарбера, основною якісною відмінністю якої є спроба визначити часові межі настання кризи.

Лейтмотив обох моделей полягає в тому, що ймовірність настання кризової ситуації значно зростає, коли уряд намагається утримати фіксований валютний курс, допускаючи при цьому значні фіскальні дефіцити. Певна теоретична обмеженість моделей фінансових криз першої генерації полягає в ототожненні фінансових криз з валютними кризами, однак своє завдання, яке полягало в спробах зрозуміти і пояснити природу виникнення низки валютних криз у Мексиці (1973–1982) та Аргентині (1978–1981), вони виконали [22, 12].

Причини виникнення валютних криз у Мексиці та в Аргентині можна пояснити і з іншої точки зору, зокрема шляхом аналізу теоретичної конструкції, відомої як “трилема Мандела” або, як її ще називають, “несумісної (неможливої) трійки” (*impossible trinity*) [21, 262–263]. Суть цієї конструкції полягає у тому, що одночасно можливо контролювати лише два параметри з трьох важливих цілей макроекономічної політики, а саме стабільного валютного курсу, незалежної макроекономічної політики чи вільного руху капіталу. Слід врахувати кілька вихідних позицій у межах цього підходу: незалежність не лише макроекономічної, а й будь-якого іншого виду чи то економічної, чи соціальної політики, розглядаються не як бажаний параметр, а швидше як необхідний атрибут державної влади для спрямування вектору розвитку країни в необхідному (бажаному) напрямку; по-друге, досягнення незалежної макроекономічної політики і таргетування валютного курсу суперечить прагненням лібералізації руху капіталів, а забезпечення незалежності монетарної політики і вільного руху капіталів передбачають певну нестабільність валютного курсу національної одиниці, який залежить від стану платіжного балансу країни.

Можливості, доцільність та наслідки відмови від суверенної монетарної політики із запровадженням режиму валютного бюро (*currency board*) досліджені недостатньо і жваво дискутуються в науковій літературі, а досвід впровадження цього режиму монетарної політики є неоднозначним².

Моделі фінансових криз другого покоління

Розвиток моделей фінансових криз другого покоління активізувався після спекулятивної атаки на британський фунт і спричиненої нею кризи Європейської валютної системи (1992–1993), яку було важко пояснити моделями першої генерації. Фінансова криза у другому поколінні моделей трактується, як і в першому поколінні моделей, тільки як валютна криза.

Теоретичною основою моделей другого покоління є припущення про те, що у структурі цілей макроекономічної політики уряд може відмовитися від примату забезпечення стабільного валютного курсу на користь інших цілей у разі виникнення потенційної можливості розвитку спекулятивної атаки на місцеву валюту. До моделей цієї групи належить модель фінансової кризи М. Обстфельда (1994), згідно з якою спекулятивна атака на національну валюту може розвиватися і без наявності значних макроекономічних дисбалансів, наприклад значного дефіциту держбюджету, а навіть тоді, коли учасники ринку очікують, що уряд

² Типовий монетарний режим “*currency board*” ґрунтується на таких передумовах: абсолютно фіксований курс національної валюти відносно вибраної резервної валюти; законодавчо гарантується повний, необмежений і безперешкодний обмін валюти країни з режимом валютної ради на резервну валюту; резервні активи на 100 відсотків покривають емітовані банкноти і монети, а також депозитні зобов'язання. Основною метою цього типу монетарної політики є забезпечення монетарної довіри до влади у країнах, що розвиваються, та перехідних економіках, а її впровадження слід розглядати крізь призму втрати монетарного суверенітету та спроможності активної протидії у випадку загострення кризових ситуацій. Див.: [12, 2–3].

може відпустити курс валюти у вільне плавання задля одержання можливості концентруватися на досягненні інших цілей економічної політики і мінімізувати функцію втрат, пов'язаних із фінансовою кризою та її наслідками [28, 2]. Тобто йдеться про *передбачення, які самостійно збуваються* або *очікування, що самореалізуються* (*self-fulfilling prophecy*) – явище, яке засновується на спіралі очікувань і полягає в тому, що учасники ринку спрямовують свої дії на досягнення певних передбачень, які можуть не мати раціональної основи. Теоретичну конструкцію підходу передбачень, що самостійно збуваються, запропонував американський соціолог Р. Мертон, який трансформував і вдосконалив класичну теорему соціології – *теорему Томаса*, згідно з якою, якщо люди визначають ситуації як реальні – вони реальні у своїх наслідках [3, 344].

Теорія спекулятивних бульбашок

Спекуляція – діяльність, ціль якої полягає в отриманні переваг від володіння певним активом внаслідок позитивної зміни його ринкової вартості в майбутньому або уникнення втрат унаслідок зниження його ринкової вартості [26, 759]; суть спекуляції зводиться до купівлі інвесторами тих активів, ринкова вартість яких, на їх думку, занижена, з метою продати їх в майбутньому за вищою ціною. За значних ефектів масштабу, які досягаються інституційними інвесторами (особливо хедж-фондами та інвестиційними банками), та можливостями, які пропонують сучасні деривативи і операції арбітражу (часового чи просторового), спекулятивна діяльність дозволяє заробити значний спекулятивний прибуток на незначних коливаннях курсів окремих валют, індексів чи індикаторів окремих інвестиційних інструментів.

Теорію спекулятивних бульбашок розробив Г. Ашінгер, вважаючи, що спекулянт купує актив не тому, що його поточна вартість нижча за ринкову вартість, але з надією, що ціна цього активу зростатиме³. Зростання частоти спекулятивних операцій відбувається за умови досконалого ринку, частих торгів, низьких трансакційних коштів, невизначених обсягу і напрямку зміни ціни в майбутньому тощо.

Проблемою, яка ускладнює здійснення грошової політики, є складність ідентифікації кризи, оскільки практично важко оцінити, чи зростання цін відображає покращення ситуації в реальному секторі економіки, тобто має об'єктивну основу, чи є наслідком спекулятивної манії [10, 31].

Асиметричність інформації

Роль фінансового механізму у ринковій економіці полягає в ефективному перерозподілі ресурсів, насамперед задля їх оптимальної алокації з розрахунку співвідношення дохідності-ризиків капіталовкладення. Асиметричність інформації, тобто ситуація, за якої учасники обміну не завжди володіють достатнім рівнем інформації про контрагентів, є фактором, наявність якого підвищує нестабільність фінансової системи і спричиняє збій фінансового механізму, а відтак перешкоджає досягненню Парето-ефективного розподілу фінансових ресурсів. На теоретичному підґрунті асиметричності інформації побудовані моделі фінансових криз, зокрема банківських криз. Найвідомішими працями, у яких висвітлюється роль і значення

³ Підґрунтям теорії спекулятивних бульбашок, до певної міри, є кон'юнктура теорії Австрійської школи, зокрема Ф. А. фон Гаска, згідно з якою причиною виникнення кризи є: бум на певному ринку внаслідок дешевого кредитування, що веде до надлишкових і помилкових інвестицій, корегування яких відбувається під час кризи через значні втрати капіталу та робочих місць. Детальніше див.: [29; 8, 54–55]. Співзвучною видається також *теорія фінансових циклів* Х. Мінські, суть якої полягає в тому, що на певному ринку внаслідок “заміщення” – зміни уявлення людей про ситуацію в майбутньому, починають зростати ціни. Бурхливий розвиток ринку в наступних фазах, який підтримується доступом до дешевого кредиту і постійним припливом нових учасників, закінчується фіксуванням прибутку “інсайдерами”, а згодом і власне кризою. Детальніше див.: [1, 4].

аспекту різного рівня поінформованості в розвитку фінансової нестабільності, є теоретичні праці Ф. Мішкіна [27, 1–49; 9, 214–231].

З асиметричністю інформації пов'язане виникнення двох важливих проблем – *морального ризику* та *несприятливого вибору*. Проблема несприятливого вибору має місце перед здійсненням трансакції і полягає в тому, що кредит з найбільшою імовірністю отримає той позичальник, кредитоспроможність якого є низькою, а відтак і ризик неповернення кредиту – найбільший. Моральний ризик – проблема асиметричності інформації, яка виникає після здійснення трансакції, і полягає в тому, що позичальник має стимули до вкладання позичених коштів у високодохідні проекти, ризик яких, відповідно, зростає прямо пропорційно рівню очікуваної дохідності інвестиційного проекту.

Внаслідок того, що надмірна плата за високий рівень платоспроможності “хороших” позичальників компенсується низькою платою за високий рівень потенційного ризику “поганих” позичальників, виникає ефект витіснення “хороших” позичальників “поганими”⁴. Лейтмотив теорії полягає в тому, що існування аспекту асиметричності інформації та мобільності капіталу, зокрема в міжнародному масштабі, сприяє неефективним інвестиціям, які закінчуються фінансовою кризою⁵. На думку Ф. Мішкіна, основними факторами економічного середовища, які через механізми несприятливого вибору і морального ризику призводять до виникнення фінансової кризи, є: зростання процентних ставок, падіння курсів на ринку акцій, зростання невизначеності, банківська паніка, непередбачене падіння загального рівня цін для розвинених країн або різка девальвація для країн, що розвиваються [9, 232–233; 27, 18–24].

Банківська паніка

Модель, яка обґрунтовує особливості виникнення і перебігу банківської паніки, розробили Д. Даймонд та П. Дибвіг у праці “Банківська паніка, страхування депозитів і ліквідність” (1983)⁶ [19, 1–27].

Банківську паніку можна класифікувати як кризу довіри вкладників банку стосовно його надійності як джерела збереження депозитів, що виявляється в масовому відпливі вкладів і може вилитися в банкрутство банку, навіть якщо об'єктивних підстав для паніки не існувало. Інакше кажучи, різке зростання впливу прямих і/або непрямих факторів депозитного ризику веде до масового вилучення вкладів, що закінчується банкрутством банку⁷. Якщо мова йде про великі, системоутворюючі банки, може виникнути *ефект доміно*, тобто серія банкрутств інших фінансових установ, пов'язаних певними зобов'язаннями із банком-банкрутом, або внаслідок банкрутств інших банків за подібною схемою. Логіка подій, певним чином, засновується на механізмі передбачень, котрі

⁴ Виникнення цього ефекту пояснюється класичною теоретичною конструкцією “проблеми лимонів”, яку вперше проаналізував Дж. Акерлоф на прикладі ринку вживаних автомобілів, на якому внаслідок існування асиметричної інформації низькоякісні вживані автомобілі витісняють високоякісні, а відтак сегмент високоякісних автомобілів стагнує. Дослідженням можливостей застосування цієї теоретичної конструкції для аналізу динаміки фінансових ринків займалися Б. Грінвальд, Дж. Стігліц та А. Вайс.

Для означення торгівлі низькоякісними фінансовими продуктами, які позиціонувалися на ринку як фінансові інструменти високої якості, в ході кризи на ринку іпотечного кредитування у Сполучених Штатах Америки, де вони набули чи не найбільшого поширення, почали використовувати термін “торгівля лимонами” (*lemon trading*), а також термін глузливого забарвлення “фінансова алхімія” (*financial alchemy*), яким позначають старання продати низькоякісний фінансовий продукт за допомогою методів фінансового інжинірингу, хеджування тощо. Детальніше див: [26, 934; 26, 295].

⁵ Прикладом виникнення кризової ситуації може бути банкрутство банку, внаслідок високої частки кредитів субстандартної якості в кредитному портфелі банку, або криза на фондовому ринку, яка виникає внаслідок високої частки дефолтів за корпоративними облігаціями, або ж внаслідок масового продажу переоцінених акцій тих емітентів, показники господарської діяльності яких різко погіршуються – чи то внаслідок поганого ризик-менеджменту, чи низького рівня організованості господарського циклу і неготовності витримати випробування кризою.

⁶ Детальніше про математичний апарат моделі Даймонда–Дибвіга див: [14, 64–72].

⁷ Детальніше про сутність, фактори і вплив депозитного ризику і їх врахування в управлінській діяльності див.: [13, 142–143].

самореалізуються, оскільки має місце хибне оцінювання ситуації (банк може збанкрутувати), яка стає реальністю за своїм наслідком (банк збанкрутував). Як зазначає О. Хаб'юк, існує також позитивний вимір банківської паніки – короткострокове вилучення вкладів може слугувати ефективним методом дисциплінування менеджменту, зменшуючи його готовність до надмірного ризику [14, 71].

Автори моделі пропонують застосування системи державного гарантування вкладів для підвищення довіри вкладників до банку і уникнення виникнення банківської паніки⁸ [22, 29]. Однак Ф. Мішкін зазначає, що моральний ризик, який виникає внаслідок запровадження системи страхування вкладів і політики “занадто великий, щоб збанкрутувати”, спонукає банки до надмірно ризикової діяльності, а відтак і підвищує ризик їх банкрутства [9, 313–317].

Як влучно зазначає О. Барановський, “незважаючи на те, що моделі “другого покоління” значною мірою відрізняються від канонічної моделі, вони часто доходять до того ж висновку: валютні кризи є результатом несумісності цілей макроекономічної політики з довгостроковою фіксацією обмінних курсів” [2, 19–21]. Недієвість моделей фінансових криз першого і другого покоління як систем раннього попередження фінансових криз і їх теоретична неспроможність пояснити механізм розгортання кризи країн Південно-Східної Азії у 1997–1998 роках стала імпульсом нових теоретичних пошуків, які оформилися у формі моделей фінансових криз “третього покоління”⁹.

Моделі фінансових криз третього покоління

Для моделей фінансових криз третього покоління немає спільної теоретичної лінії, тривають також суперечки стосовно того, які моделі взагалі слід вважати моделями третього покоління. Вважають, що основними ознаками моделей фінансових криз цього покоління є спроби пояснити виникнення і механізм перебігу кризи країн Південно-Східної Азії, а також залучення до аналітичного моделювання приватного сектору у виникненні кризи, зокрема банківського сектору та сектору приватного підприємництва. Важливим кроком на шляху вдосконалення економічного моделювання кризових процесів стало врахування зв'язку між валютними і фінансовими кризами, зокрема черговості їх виникнення і причинно-наслідкового зв'язку між ними. Консенсус-варіант теоретичного вмісту моделей фінансових криз третього покоління включає: теоретичні конструкції, які враховують моральний ризик у стосунках між центральним банком і комерційними банками; моделі, які описують виникнення паніки на фінансовому ринку та “ефекти інфікування”, а також моделі, які враховують взаємозв'язок між банківськими і валютними кризами.

Теоретичні конструкції, які враховують можливість виникнення морального ризику у стосунках між центральним банком і комерційними банками, засновані на припущенні, що центральний банк крім своїх основних функцій діє також як *кредитор останньої інстанції* (*lender of last resort*), тобто гарантує забезпечення резервами комерційні банки, коли ніщо інше вже не зможе запобігти

⁸ Іншими дієвими методами є формування резервів капіталу та відхилення щодо виплати вкладів (меморандум на дострокове зняття депозитних вкладів). Як влучно підкреслює В. Корнєєв, нормативні обмеження дострокової видачі депозитів адміністративним шляхом стримали ознаки банківської паніки в Україні і тому заслуговують на позитивну оцінку як виправданий винятковий засіб регулятивної рестрикції держави. Див.: [7, 58].

⁹ Теоретична неспроможність згаданих моделей пояснити причини виникнення і механізм перебігу кризи країн Південно-Східної Азії полягала, насамперед, у тому, що ці моделі припускали наявність макроекономічних дисбалансів (наприклад, фіскального дефіциту високого безробіття, подолання якого передбачало б проведення експансивної монетарної політики), а у постраждалих від згаданої кризи країнах не прослідковувалося макроекономічних дисбалансів чи інших диспропорцій економічного розвитку; більше того, протягом ряду років ці країни слугували прикладом успішного економічного розвитку.

їхньому банкрутству [9, 462]. Країни, у яких банківський сектор надміру лібералізований, а ступінь банківського регулювання не відповідає ступеню інтегрованості їх фінансової системи в світовий фінансовий простір, особливо уражені моральним ризиком у стосунках центрального банку з мережею комерційних банків.

Лейтмотив згаданих концепцій полягає у тому, що для комерційних банків існують стимули до особливо ризикованої поведінки задля отримання вищих прибутків; надмірна активність їх кредитно-інвестиційної діяльності спричиняє виникнення своєрідної “бульбашки” на фінансовому ринку, яка і є фундаментом фінансової кризи. Провал цих інвестиційних стратегій веде до того, що центральний банк змушений постачати уражені банки додатковими фінансовими ресурсами, щоб запобігти їх банкрутству. Поступове виснаження ресурсів центрального банку може призвести до того, що він далі не зможе виступати в ролі кредитора останньої інстанції. Проблема морального ризику загострюється в міру зростання ступеня лібералізації фінансового сектору, яка супроводжується послабленням юридичних і/або економічних перешкод на шляху капіталу.

Оскільки несумісності цілей валютного регулювання і довгострокової макроекономічної політики, які були логічною передумовою кризи в моделях фінансових криз другого покоління, не спостерігалися в країнах Південно-Східної Азії, розпочалося дослідження причинності і ролі інших видів макроекономічного регулювання у виникненні фінансової кризи [15, 8]. У своїх моделях М. Дулі і П. Кругман першими звернули увагу на те, що Азійська криза є логічним наслідком неадекватної системи банківського регулювання і нагляду¹⁰.

Типова корпоратизація політичної еліти, її тісні неформальні зв'язки з представниками ділових кіл (т. зв. “кумівський капіталізм” – *crony capitalism*) забезпечували своєрідну негласну гарантію “взяття на поруки” банку у випадку загрози його банкрутства. Слід зауважити, що практика “взяття на поруки” низки банків урядами країн, які раніше постраждали від банківських криз, зокрема Таїланду (1983–1987 рр.), Малайзії (1985–1988 рр.), а також Індонезії (1994 р.), лише посилили стимули до надто ризикованої діяльності банків [15, 8]. Вважаємо, що основна вина у провалі кредитно-інвестиційних проектів за логікою вище згаданої моделі, лежить на топ-менеджменті банків, оскільки саме інституційний рівень менеджменту є відповідальним за вибір інвестиційної стратегії банку, обираючи певну альтернативу між агресивними, консервативними та поміркованими інвестиційними портфелями.

Хоча прихильники іншого, альтернативного пояснення зв'язку між панікою на фінансовому ринку і виникненням фінансової кризи не заперечують деструктивного впливу морального ризику, вони все ж вважають цю аргументацію недостатньою для обґрунтування виникнення фінансової кризи. Пояснення кризи країн Південно-Східної Азії як результату паніки на фінансовому ринку ґрунтується на двох основних тезах: по-перше, існує певний рівень схильності країни до кризи, причиною якої можуть бути певні макроекономічні дисбаланси; по-друге, достатнім для розвитку кризи є виникнення спонтанної, не зумовленої реальними економічними показниками, втрати довіри суб'єктів міжнародного ринку капіталу до можливостей банківського сектору вчасно і в повному обсязі відповідати за своїми зовнішніми зобов'язаннями [16, 14].

¹⁰ У своїй моделі Кругман детально аналізує політику банків (їх ставлення до ризику, стимули агресивних інвестиційних стратегій) і описує, як їх поведінка може призвести до надінвестицій і цінових бульбашок, див.: [24; 19, 1–27].

Доречним, на думку прихильників пояснення виникнення фінансової кризи як наслідку паніки на фінансовому ринку, є аналіз ситуації з точки зору так званої множинної рівноваги, тобто ситуації, коли одночасно можуть формуватися кілька рівноважних раціональних очікувань і подальший розвиток ситуації залежить від того, яка рівновага превалюватиме – “погана” чи “хороша” [16, 14–15]. “Хороша” рівновага – ситуація на ринку, коли всі інвестори свідомі того, що країна внаслідок об’єктивних економічних причин є схильною до ризику, проте кожен індивідуальний інвестор вважає, що інші кредитори не вилучатимуть свій капітал, тому він теж не вилучить своїх інвестицій. “Погана” рівновага – така ситуація, за якої окремі інвестори вважають, що за даної кон’юнктури інші інвестори вилучатимуть свій капітал з ринку, а з огляду на те, що існує певний рівень схильності країни до криз у формі недостатнього запасу ліквідності, для інвесторів існують стимули вилучити свої капіталовкладення, причому швидше за інших з метою мінімізації своєї функції втрат. Таким чином, індивідуальна поведінка окремих інвесторів, яка засновується на раціональних очікуваннях, еволюціонує до стану загальної паніки і закінчується масовим відпливом капіталу¹¹.

Слід зауважити, що в світлі глобалізаційних тенденцій сучасності посилюється увага до феномену екзогенних шоків і їх ролі у виникненні та поглибленні фінансових криз, зокрема криз регіонального характеру (так звані процеси регіоналізації валютних криз). Врахування процесів трансформації основ світової фінансової архітектури в ході фінансової глобалізації зумовили посилення наголосу на причинному зв’язку між виникненням фінансової кризи і “*ефектами фінансового інфікування*” (*financial contagion effect*), тобто ефектами ланцюгової реакції передачі фінансових потрясінь із однієї країни в іншу, яка виявляється в масовому падінні національних фінансових ринків і спричиняється, як правило, дією інституційних інвесторів, що діють на кількох національних ринках одночасно [1, 17]. У межах цієї концепції виділяють такі основні передумови кризи: фундаментальні взаємозв’язки між економіками різних країн як результат активізації глобалізаційних процесів; зникнення бар’єрів між різними фінансовими ринками внаслідок розвитку інформаційних технологій; специфічна модель поведінки інвесторів у кризовій ситуації – “*стадний інстинкт*” (*herding*), тобто однотипна поведінка інституційних інвесторів стосовно виведення капіталів з країни, охопленої фінансовою кризою [4, 2]. Неочікувані зміни інформаційного поля, внаслідок яких формуються негативні раціональні очікування серед інституційних інвесторів, стають каталізатором розгортання фінансової паніки у міжнародному масштабі, яка закінчується ланцюговою реакцією поширення фінансових криз у міжнародному масштабі.

Як стверджують фахівці, стосовно причинно-наслідкового зв’язку між валютними і банківськими кризами не існує єдиної думки [2, 31–32]. З одного боку, виникнення банківської паніки з масовим обміном національної валюти на іноземну може спричинити значний тиск на обмінний курс, а відтак і різку девальвацію національної грошової одиниці; з іншого, різкі коливання курсу національної валюти можуть погіршити платоспроможність банків зі значною відкритою валютною позицією. Однак, як зазначає О. Барановський, частота

¹¹ Останні дослідження в сфері поведінкових фінансів доводять існування різноманітних психологічних аномалій, які притаманні інвесторам під час прийняття ними інвестиційних рішень, тому теза про перманентну раціональність поведінки інвесторів є дискусійною. В. Корнєєв наголошує на тому, що актуальна фінансова криза чітко акцентує увагу щодо психологічних аномалій прийняття інвестиційних рішень на фінансових та інших ринках, а сучасна економічна негаразди є не стільки кризою ліквідності, а кризою довіри. Див.: [6, 41].

банківських криз, пов'язаних із валютними кризами, вища, ніж частота валютних криз, пов'язаних із банківськими; таким чином, банківські кризи є первинним етапом розвитку валютної кризи, її випереджальним індикатором [2, 32].

Складність моделювання фінансових криз пов'язане з тим, що його результати залежать від багатьох чинників, зокрема від того, які припущення лежать в основі конкретних моделей, і що вважати основною причиною виникнення фінансової кризи, свідченням чого є наявність багатьох моделей, які пояснюють, наприклад, тільки феномен кризи країн Південно-Східної Азії.

Фінансова криза є досить складним явищем, передбачити яке в умовах динамізму сучасного світу дуже складно. Різноманітні спроби прогнозування розвитку криз у майбутньому, в тому числі і системи раннього попередження, іноді досягають часткових результатів, але достовірність їх прогнозів залишається порівняно низькою, оскільки значення макроекономічних показників як підстави кризової ситуації поступово зменшується, що ускладнює моделювання її перебігу. Роль стохастичних змінних у виникненні фінансових криз постійно збільшується, свідченням чого можуть бути непередбачувані зміни інформаційного поля, які через механізми раціональних очікувань (у тому числі очікувань, що самореалізуються) сприяють зростанню кризового потенціалу; проте це не означає нівелювання ролі макроекономічних чинників, оскільки саме динаміка їх значень є базовою передумовою формування інформаційної бази інвесторів.

Фінансова криза – це, насамперед, індикатор слабкості інституційної структури фінансової системи, тому стабільне правове забезпечення діяльності фінансової системи, у тому числі системи пруденційного нагляду за діяльністю фінансово-кредитних інституцій, а також прозоре інформаційне середовище із посиленням вимог щодо розкриття інформації суб'єктами господарювання, є необхідністю, продиктованою часом і вимогами нової архітектури фінансових відносин.

Список використаних джерел

1. Барановський О. І. Предтечі фінансових криз // Фінанси України. – 2009. – №3. – С.3–22.
2. Барановський О.І. Сутність і різновиди фінансових криз // Фінанси України. – 2009. – №8. – С.19–32.
3. Джонсон А. Г. Тлумачний словник з соціології. – Львів: Видавничий центр ЛНУ ім. І. Франка. – 2003. – С.480.
4. Ефременко И. Н. Влияние глобальных финансовых кризисов на формирование нового контура мировой финансовой архитектуры // Вестник Северо-Кавказского государственного технического университета. – 2009. – №3. – С.2. // www.science.ncstu.ru.
5. Загородній А. Г., Вознюк Г. Л. Фінансово-економічний словник. – К.: Знання. – 2007. – С.1072.
6. Корнеєв В. В. Поведінкові фінанси та інвестування в експлярній економіці // Економічна теорія. – 2009. – №3. – С.40–49.
7. Корнеєв В. В. Пороги і можливості фінансової стабілізації // Формування ринкової економіки в Україні. – 2009. – №19. – С.58.
8. Кульпінський С. В. Визначення факторів впливу на бізнес-цикл у системі регулювання фінансового ринку // Фінанси України. – 2009. – №9. – С.54–55.
9. Мішкін Ф. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків. – К.: Основи. – 1999. – С.963.

10. Моисеев С. “Мыльные пузыри” и политика центрального банка // “Дайджест-Финансы”. – 2001. – №12. – С.31.
11. Моисеев С.Р. Реформа глобальной финансовой архитектуры // Финансы и кредит. – 2001. – №8. – С.17–24.
12. Стельмах В., Петрик О. Модель монетарного устрою “currency board”: “за” чи “проти”? // Вісник НБУ. – 2000. – №3. – С.2–3.
13. Тітієвська О. В. Методологічні підходи до визначення факторів депозитних ризиків банку як об’єкта регулювання // Економічний простір. – 2008. – №13. – С.140–148.
14. Хаб’юк О. Банківське регулювання та нагляд через призму рекомендацій Базельського комітету: Моногр. – Івано-Франківськ: ОІППО; Снятин: ПрутПринт, 2008. – С.260. // www.khabyuk.de.
15. Berger W., Wagner H. Die jüngsten Krisen in den Emerging Markets – Bekannte Modelle und neue Erklärungsansätze. – 2001. – S.1–17. // www.fernuni-hagen.de.
16. Berger W., Wagner H. Ursachen und Erklärungen der Asienkrise. // FernUniversität Hagen. – Januar 2000. – Diskussionsbeitrag №286. – S.1–26. // www.fernuni-hagen.de.
17. Caprio G., Klingebiel D., Laeven L., Noguera G. Banking crisis databases // Worldbank database. – 2003. // www.worldbank.org.
18. Diamond D. W., Dybvig Ph. H. Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity // Journal of Political Economy. – 1983. – Vol.91. – P.401–419.
19. Dooley M.P. A Model of Crises in Emerging Markets // International Finance Discussion Papers. – № 630. – November 1998. – P.1–27.
20. Eichengreen B. Financial Instability // Paper prepared for Copenhagen Consensus. – 25–28.05.2004. – P.1–57. // www.econ.berkeley.edu.
21. Frenkel M., Menkhoff L. Neue internationale Finanzarchitektur: Defizite und Handlungsoptionen // Perspektiven der Wirtschaft – 2000. – №1. – S.259–279.
22. Hott Ch. Finanzkrisen: Eine portfoliotheoretische Betrachtung von Herdverhalten und Ansteckungseffekten als Ursachen von Finanzkrisen // Dissertationsschrift. – Dresden. – 2002. – S.173. // www.deposit.ddb.de.
23. Krugman P. A Model of Balance-of-Payments Crises // Journal of Money, Credit and Banking. – 1979. – №8. – P.311–325.
24. Krugman P. What Happened to Asia? // Paper prepared for a conference in Japan. – January 1998. // <http://web.mit.edu/krugman/www>.
25. Laeven L., Valencia F. Systemic Banking Crisis: A New Database // IMF Working Papers. – 2008. – WP/08/224. – P.1–78.
26. Merk G. Begriffserläuterungen aus der Finanzwelt. – S.945. // www.uni-siegen.de.
27. Mishkin F. Understanding Financial Crisis: A Developing Country Perspective // NBER Working Papers. – 1996. – №5600. – P.1–49.
28. Steinwand D. Finanzkrisen der “dritten Generation”: Der Fall Asien. Erklärungsmodelle und Herausforderungen für die Technische Zusammenarbeit. // Deutsche Gesellschaft für Technische Zusammenarbeit. – 2002. – S.18. // www.gtz.de.
29. Wohlgemuth M. Ökonomie der Blasen // Rheinischer Merkur. – 11.06.2009 // www.merkur.de.